BECERRA
BURSÁTIL
ALyC INTEGRAL | REGISTRO CNV Nº 177

Soberanos en Dólares

Bonares y Globales: curva, escenarios y valor relativo

20 de noviembre de 2026

BECERRA BURSÁTIL
ALyC INTEGRAL | REGISTRO CNV Nº 177

Índice de contenido

1 **Qué rinde hoy la curva soberana** — Págs. 3-4
Nuestra posición en cada tramo de la curva

2 **Curvas por legislación** — Pág. 5
Bonares contra Globales y spread de ley

3 **Globales: escenarios de cara a 2027** — Pág. 6
Retorno total de los Globales con continuidad, oposición y cambios de TIR

4 **Tramo largo: qué pone en precio el mercado** — Págs. 7-10
Probabilidad implícita de continuidad en los Globales

5 **Curva forward de ley argentina** — Pág. 11
Qué tasa exige el mercado después de 2027

6 **Tramo corto: AO28 y AO29 frente a 2027** — Pág. 12
Cuánto se gana y cuánto se arriesga

7 **Globales frente a ONs** — Pág. 13
Rendimiento contra las ONs de ley extranjera de igual duration

8 **Globales frente a EMHY y XCCC** — Pág. 14
Rendimiento y retorno contra el high yield global

9 **Globales frente a bonos CER** — Pág. 15
Tipo de cambio real del CCL que iguala ambas inversiones

10 **Cómo se armó este informe** — Pág. 16
Criterios, fuentes y aviso legal

Qué rinde hoy la curva soberana

Con los precios del 20 de noviembre de 2026, en la curva soberana pagan el riesgo de las elecciones de 2027 el tramo largo y el AO29. Ordenamos los bonos según cuándo cobran su valor frente al cambio de mandato del 10 de diciembre de 2027, y para tomar ese riesgo pedimos que lo que se puede ganar sea al menos 2 veces lo que se arriesga.

Tabla 1. Nuestra posición en cada tramo de la curva soberana

Tramo	Bonos	La lectura vale también para	Cuándo se cobra frente a 2027	Nuestra posición	Por qué
Largo	GD35, GD38, GD41	AL35, AE38, AL41	Casi todo después	**MANTENER / COMPRAR**	Gana 3,30 por punto arriesgado; pedimos 2 a 1
Corto	AO28	-	Casi todo después	**VENDER**	Gana 1,35 por punto arriesgado; pedimos 2 a 1
Corto	AO29	-	Casi todo después	**MANTENER / COMPRAR**	Gana 2,42 por punto arriesgado
Con amortizaciones	AL29, AL30	GD29, GD30	Una parte antes y otra después	**VENDER**	Ganan 1,09 y 1,97 por punto arriesgado

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta y la Reserva Federal. Cuándo se cobra: parte del valor del bono que se cobra antes y después del cambio de mandato del 10 de diciembre de 2027. Tramo con amortizaciones: retorno total con los escenarios de los Globales de la sección 3.

Tramo largo (secciones 3 y 4). Los Globales 2035, 2038 y 2041 ponen en precio una probabilidad de continuidad de 30,9% y ganan 3,30 por cada punto que arriesgan: si se confirma la continuidad, el GD35 subiría 44,4% hasta el 21 de noviembre de 2027, y si gana la oposición caería 15,4%. Lo que se puede ganar es al menos el doble de lo que se arriesga: recomendamos mantener y comprar. La misma lectura vale para los Bonares 2035, 2038 y 2041, con la misma estructura de pagos y el spread de ley de la sección 2.

Tramo corto (secciones 5 y 6). El AO28 y el AO29 cobran casi todo su valor después del cambio de mandato y ganan 1,35 y 2,42 por cada punto que arriesgan. Llegan a 2 a 1 si el escenario opositor los deja en paridades de al menos 57% y 47%, contra el 50% que suponemos. El AO29 alcanza el 2 a 1: recomendamos mantenerlo y comprarlo. El AO28 queda por debajo: recomendamos venderlo.

Tramo con amortizaciones (sección 3). El AL29 y el AL30 cobran una parte de su valor antes del cambio de mandato (el AL29 39% y el AL30 32%) y el resto después, expuesto al resultado de las elecciones. Con los mismos escenarios de los Globales, si se confirma la continuidad subirían 18,9% y 28,7% hasta el 21 de noviembre de 2027, y si gana la oposición caerían 17,3% y 14,5%: ganan 1,09 y 1,97 por cada punto que arriesgan. Ninguno llega a 2 a 1: recomendamos vender. Los Globales 2029 y 2030, con la misma estructura de pagos y una TIR menor (14,41% y 17,99%, contra 17,97% y 20,66%), ganan 0,70 y 1,37 por punto arriesgado.

Qué rinde hoy la curva soberana (continuación)

La curva de ley argentina rinde entre 15,8% y 22,3% y la de Nueva York entre 13,2% y 18,0%. El GD35 paga 928 pb sobre el bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años y la pendiente entre el GD30 y el GD35 es de -380 pb.

Tabla 2. Bonos soberanos en dólares, especie D

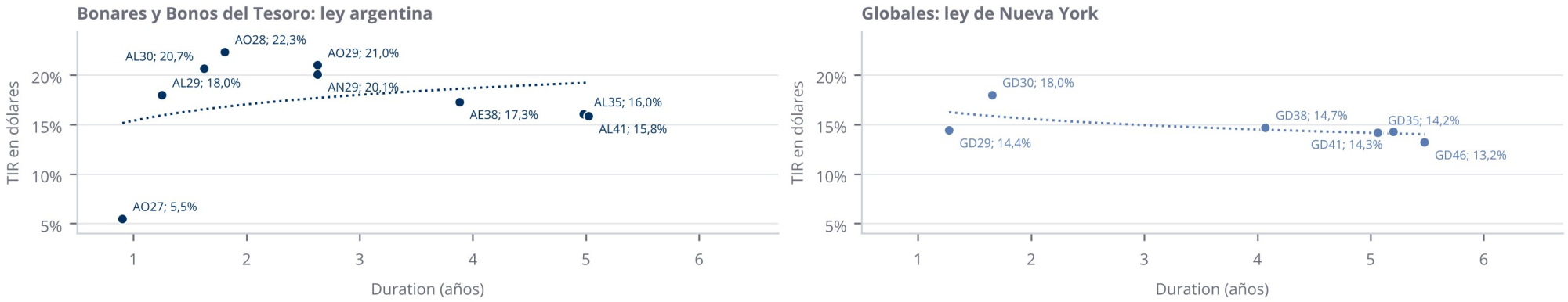
Ticker	Ley	Vencimiento	Precio	TIR	Duration	Paridad	Valor técnico	Rendimiento corriente	Cupón anual vigente	Próximo pago	Spread contra UST 10 años	Monto prom. (USD mill.)
AO27	Argentina	29/10/27	101,00	5,48%	0,90	100,6%	100,42	5,94%	6%	30/11/26	57 pb	18,0
AO28	Argentina	31/10/28	77,60	22,33%	1,81	77,3%	100,42	7,73%	6%	30/11/26	1.742 pb	10,6
AL29	Argentina	10/07/29	49,15	17,97%	1,25	81,6%	60,23	1,22%	1%	11/01/27	1.306 pb	1,3
AO29	Argentina	31/10/29	70,90	21,00%	2,63	70,6%	100,42	8,46%	6%	30/11/26	1.609 pb	11,6
AN29	Argentina	30/11/29	75,12	20,06%	2,63	72,8%	103,18	8,65%	6,5%	30/11/26	1.514 pb	2,6
AL30	Argentina	09/07/30	47,50	20,66%	1,62	74,0%	64,18	1,01%	0,75%	09/01/27	1.575 pb	190,0
AL35	Argentina	09/07/35	60,00	16,03%	4,98	59,1%	101,57	6,88%	4,125%	11/01/27	1.112 pb	5,4
AE38	Argentina	11/01/38	63,00	17,28%	3,88	61,8%	101,90	7,94%	5%	11/01/27	1.237 pb	7,4
AL41	Argentina	09/07/41	55,81	15,84%	5,02	55,1%	101,33	6,27%	3,5%	11/01/27	1.093 pb	2,1
GD29	Nueva York	10/07/29	51,09	14,41%	1,27	84,8%	60,22	1,17%	1%	11/01/27	950 pb	0,2
GD30	Nueva York	09/07/30	49,27	17,99%	1,65	76,8%	64,18	0,97%	0,75%	09/01/27	1.308 pb	6,8
GD35	Nueva York	09/07/35	65,00	14,19%	5,06	64,0%	101,54	6,35%	4,125%	11/01/27	928 pb	11,5
GD38	Nueva York	11/01/38	68,81	14,69%	4,07	67,6%	101,86	7,27%	5%	11/01/27	978 pb	2,6
GD41	Nueva York	09/07/41	59,81	14,27%	5,20	59,0%	101,30	5,85%	3,5%	11/01/27	936 pb	3,6
GD46	Nueva York	09/07/46	56,76	13,20%	5,48	61,5%	92,31	6,61%	4,125%	11/01/27	829 pb	0,1

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta. Precio sucio por cada 100 de valor nominal original. Monto: promedio de las últimas 10 ruedas, todas las especies.

Curvas por legislación

Los Bonares rinden más que los Globales de igual estructura: la diferencia va de 157 pb (AL41 contra GD41) a 356 pb (AL29 contra GD29). Es lo que el mercado cobra por la ley local, que en una reestructuración deja al tenedor con menos herramientas. En promedio, los cinco pares pagan hoy 245 pb, contra 203 pb de promedio desde enero de 2023. El tramo corto de ley argentina tiene además bonos sin amortizaciones (AO27, AO28, AO29 y AN29), que no tienen par en ley de Nueva York.

Gráfico 1. TIR y duration por legislación



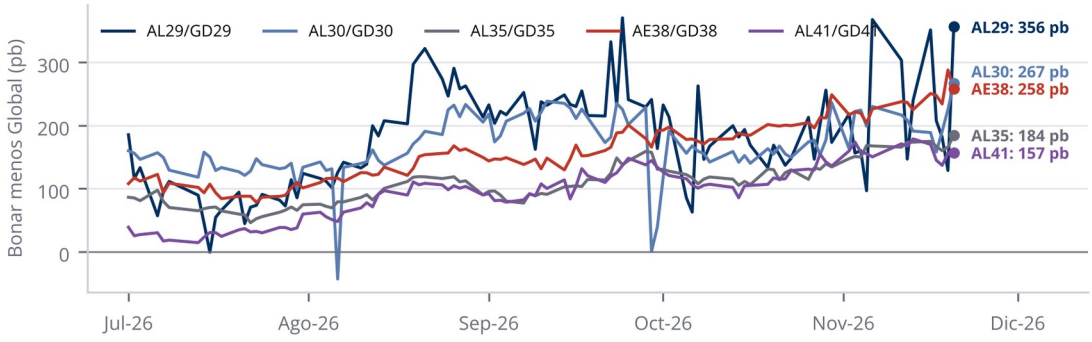
Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta. Línea punteada: ajuste logarítmico.

Tabla 3. Spread de ley por par

Bonar	Global	Spread hoy	Promedio desde enero de 2023
AL29	GD29	356 pb	276 pb
AL30	GD30	267 pb	376 pb
AL35	GD35	184 pb	71 pb
AE38	GD38	258 pb	182 pb
AL41	GD41	157 pb	110 pb

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta. Spread: TIR del Bonar menos TIR del Global de igual estructura.

Gráfico 2. Spread de ley desde julio de 2026



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Globales: escenarios de cara a 2027

Medimos el retorno total de los Globales hasta el 21 de noviembre de 2027, fecha de un eventual balotaje (cuatro semanas después de la primera vuelta del 24 de octubre de 2027), con dos escenarios base. En el de continuidad, los Globales pasan a rendir lo mismo que el bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años más 300 pb (7,91%): el GD35 ganaría 44,4% y el GD41 48,3%. En el de oposición, pasan a cotizar al 50% de su valor técnico: las pérdidas de los Globales de más de cuatro años de duration irían de 8,2% a 15,5%, aun cobrando los cupones del período. Si las TIR no cambian, los Globales devuelven entre 10,8% y 14,2%.

La paridad de 50% para el escenario de oposición surge de varias razones. Es el nivel en torno al cual cotizaron estos bonos después de la reestructuración de 2020 y al que volvieron en septiembre de 2025, antes del anuncio de apoyo del Tesoro de EE.UU. (entre 46% y 52% los Globales 2035, 2038 y 2041). Además, el punto de partida de un eventual cambio de gobierno sería distinto al de 2019: la economía genera hoy más dólares por balanza comercial, el Congreso tendría una composición más equilibrada que la del período 2019-2023, varios gobernadores tienen incentivos para sostener el rumbo actual por lo que está en juego en sus provincias, y es esperable la presión de grandes empresas internacionales y del gobierno de EE.UU. para evitar un giro brusco en la política económica. Ninguno de estos factores está asegurado, pero en conjunto hacen menos probable volver a paridades como los mínimos de 2022.

Tabla 4. Retorno total de los Globales al 21 de noviembre de 2027 según la TIR de salida

Ticker	TIR hoy	Duration	-200 pb	-100 pb	Sin cambio	+100 pb	+200 pb	Continuidad (UST + 300 pb)	Oposición (paridad 50%)
GD29	14,41%	1,27	11,9%	11,3%	10,8%	10,3%	9,8%	14,4%	-20,5%
GD30	17,99%	1,65	16,0%	15,1%	14,2%	13,4%	12,5%	24,0%	-17,6%
GD38	14,69%	4,07	20,3%	16,8%	13,6%	10,5%	7,7%	40,0%	-15,5%
GD35	14,19%	5,06	22,2%	17,7%	13,5%	9,5%	5,7%	44,4%	-15,4%
GD41	14,27%	5,20	22,8%	18,0%	13,6%	9,6%	5,7%	48,3%	-9,5%
GD46	13,20%	5,48	21,9%	16,7%	11,9%	7,6%	3,6%	43,2%	-8,2%

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta. Incluye los cupones y amortizaciones cobrados hasta el 21/11/27, sin reinvertir. Continuidad: TIR de 7,91% (UST 10 años de hoy más 300 pb). Oposición: precio igual al 50% del valor técnico.

Tramo largo: qué pone en precio el mercado

Con un modelo binario, los Globales 2035, 2038 y 2041 ponen en precio una probabilidad de continuidad de 30,9%. En el escenario de continuidad cada bono rinde lo mismo que el Tesoro de EE.UU. a 10 años más 300 pb al 21 de noviembre de 2027; en el opositor vale 50% de su valor técnico. Una semana atrás la lectura era 48,8% y el máximo de la serie fue 82,7%, el 22 de julio de 2026.

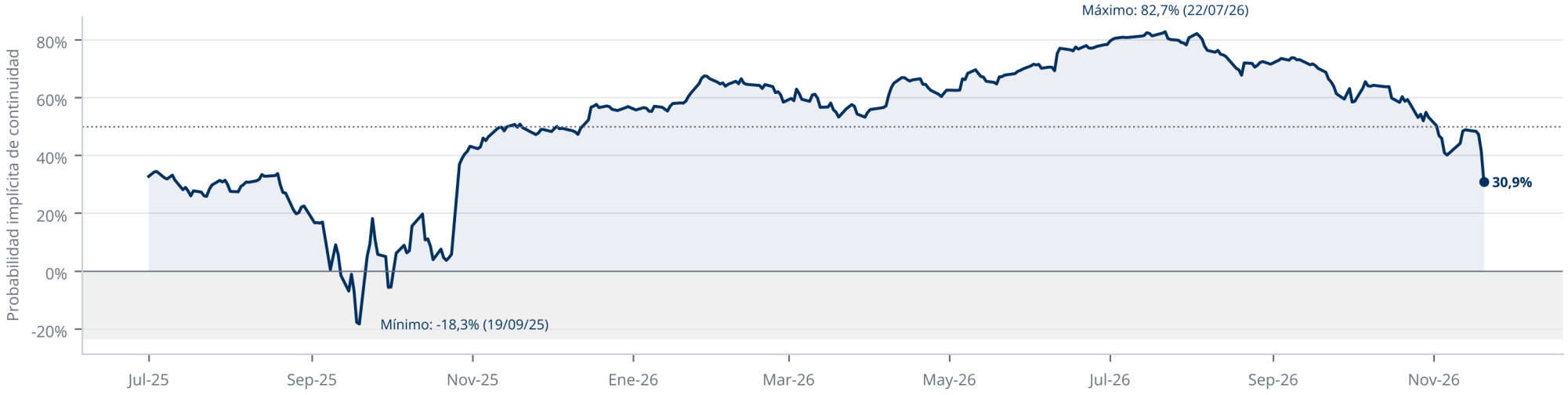
CONTINUIDAD IMPLÍCITA HOY	AL 13/11/26	MÁXIMO DE LA SERIE	ANCLA DE CONTINUIDAD	ANCLA OPOSITORA
30,9% ponderada	**48,8%** -18,0 pp	**82,7%** 22/07/26	**7,91%** UST 10 años + 300 pb	**50%** del valor técnico

Tabla 5. Lectura por instrumento al 20 de noviembre

Bono	Precio	Paridad	Flujos hasta nov-27	Continuidad	Opositor	Peso	Probabilidad 20/11/26	Probabilidad 13/11/26
GD35	65,00	64,02%	4,15	89,7	50,9	34,5%	33,1%	48,6%
GD38	68,81	67,55%	9,57	86,8	48,6	32,1%	35,6%	53,2%
GD41	59,81	59,04%	3,52	85,2	50,6	33,4%	24,0%	44,8%
Ponderada						**100%**	**30,9%**	**48,8%**

Precios sucios por cada 100 VN. Escenarios valuados al 21/11/27: continuidad con TIR de 7,91% y opositor con 50% del valor técnico; flujos hasta esa fecha descontados al UST 1 año (4,62%). Peso: (continuidad - opositor) / precio. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta y la Reserva Federal.

Gráfico 3. Probabilidad implícita de continuidad

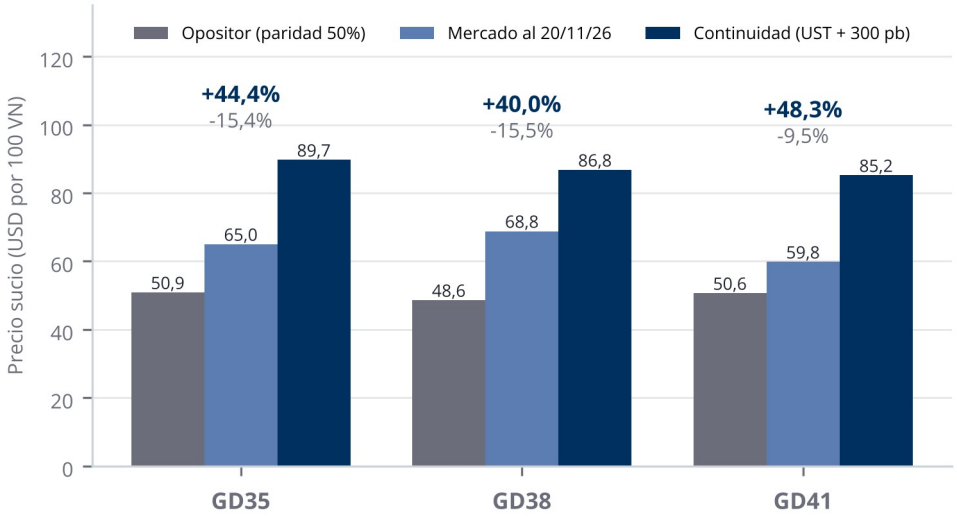


Lectura ponderada de GD35, GD38 y GD41 con las anclas de cada fecha. Un valor negativo indica precios por debajo del escenario opositor. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta y la Reserva Federal.

Tramo largo: qué pone en precio el mercado (continuación)

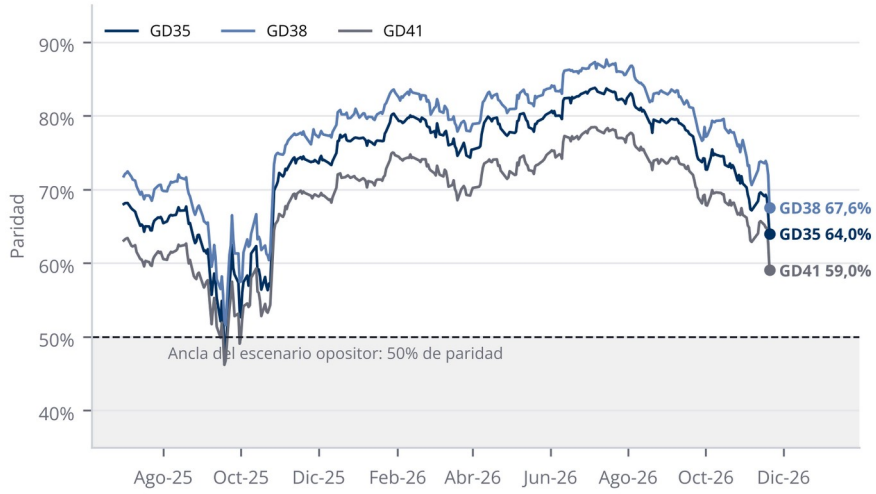
La asimetría es lo que define la posición. Con el piso de 50%, el GD35 sube 44,4% si hay continuidad y cae 15,4% si gana la oposición. Un piso más bajo eleva la probabilidad implícita, pero agranda la pérdida posible: con 20% de paridad el GD35 caería 62,3% y ganaría 0,71 por punto arriesgado.

Gráfico 4. Precio al 21 de noviembre de 2027 en cada escenario



Suba y caída incluyen los flujos hasta el 21 de noviembre de 2027. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Gráfico 5. Paridad de los Globales



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Tabla 6. Lo que se arriesga según el piso del escenario opositor

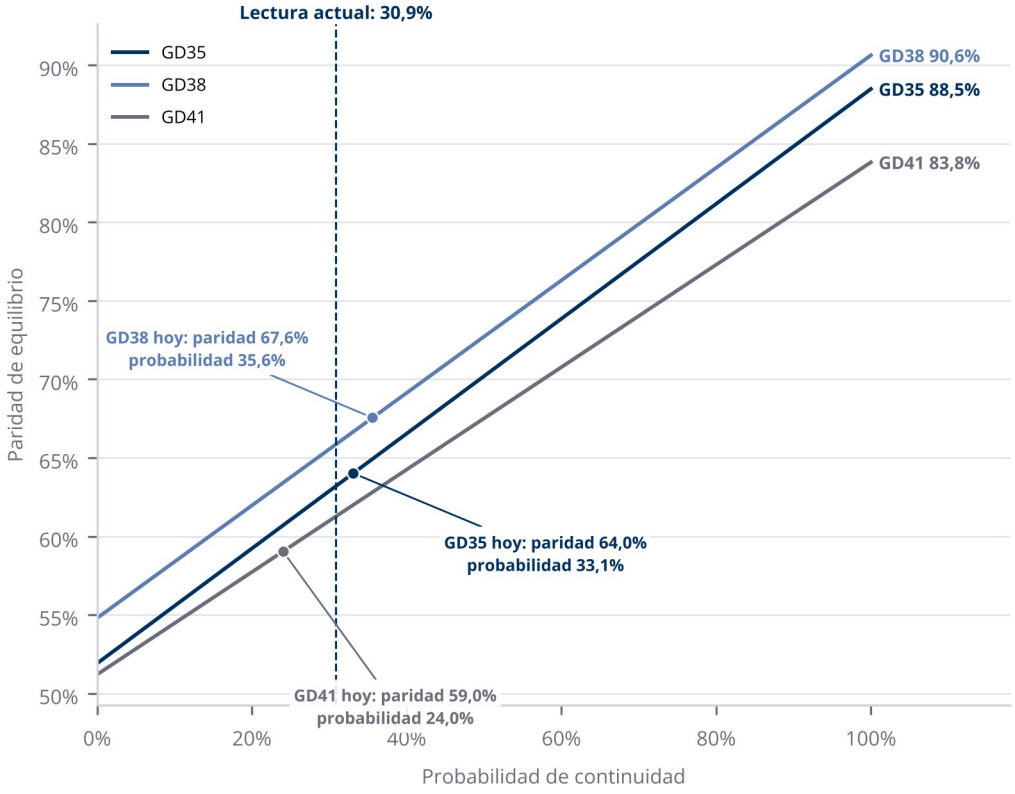
Paridad si gana la oposición	Probabilidad implícita	Caída GD35	Caída GD38	Caída GD41	Suba por punto de caída, GD35
20%	61,8%	-62,3%	-57,8%	-60,3%	0,71
30%	55,1%	-46,7%	-43,7%	-43,3%	0,95
40%	45,6%	-31,0%	-29,6%	-26,4%	1,43
50% (caso central)	30,9%	-15,4%	-15,5%	-9,5%	2,89

Continuidad con UST 10 años + 300 pb en todos los casos. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Tramo largo: qué pone en precio el mercado (continuación)

El gráfico muestra a qué paridad tendría que operar cada Global para cada probabilidad de continuidad, con las mismas anclas. Cada punto es la paridad de hoy de cada bono, ubicada en la probabilidad que pone en precio ese bono por sí solo (GD35 33,1%, GD38 35,6%, GD41 24,0%); la línea punteada marca la lectura ponderada de los tres, 30,9%. Con certeza de continuidad, el GD35 valdría 88,5% de su valor técnico, contra 64,0% de hoy. La tabla de la derecha muestra cuánto cambia la lectura si se mueven las anclas: va de 4,6% a 67,2%.

Gráfico 6. Paridad que justifica cada probabilidad



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Tabla 7. Paridad de equilibrio

Bono	Paridad hoy	p = 50%	p = 70%	p = 85%	p = 100%
GD35	64,02%	70,2%	77,5%	83,0%	88,5%
GD38	67,55%	72,7%	79,9%	85,3%	90,6%
GD41	59,04%	67,5%	74,0%	78,9%	83,8%

Mismas anclas del caso central. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia.

Tabla 8. Probabilidad implícita según las anclas

TIR de continuidad	Opositor al 20%	Opositor al 30%	Opositor al 40%	Opositor al 50%	Opositor al 60%
UST + 200 pb (6,91%)	58,4%	51,6%	42,1%	27,9%	4,6%
UST + 300 pb (7,91%)	61,8%	55,1%	45,6%	30,9%	5,3%
UST + 450 pb (9,41%)	67,2%	60,8%	51,4%	36,1%	6,6%

Sombreado: caso central. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia.

Tramo largo: qué pone en precio el mercado (continuación)

Entre el 13 de noviembre de 2026 y el 20 de noviembre de 2026 la probabilidad implícita pasó de 48,8% a 30,9%. El paso del tiempo explica +0,3 pp, las tasas de EE.UU. +0,4 pp y el riesgo argentino -18,6 pp. El diferencial entre AO28 y AO27, que separa un bono que vence antes del cambio de gobierno de uno que vence después, está en 1.685 pb.

Tabla 9. Qué cambió en la semana

Indicador	13/11/26	20/11/26	Variación
Probabilidad implícita ponderada	48,8%	30,9%	-18,0 pp
UST 10 años	4,98%	4,91%	-7 pb
TIR GD35	12,29%	14,19%	+189 pb
GD35 contra UST 10 años	731 pb	928 pb	+196 pb
GD35: suba si hay continuidad	32,5%	44,4%	+11,8 pp
GD35: caída si gana la oposición	-22,1%	-15,4%	+6,7 pp

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta y la Reserva Federal.

Gráfico 7. Qué movió la probabilidad implícita



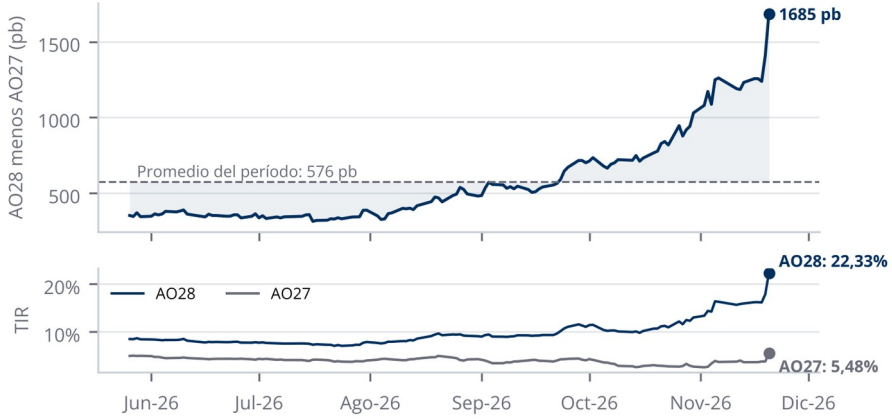
Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia.

Gráfico 8. GD35: spread contra el UST a 10 años



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta y la Reserva Federal.

Gráfico 9. Diferencial de TIR AO28 contra AO27



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Curva forward de ley argentina

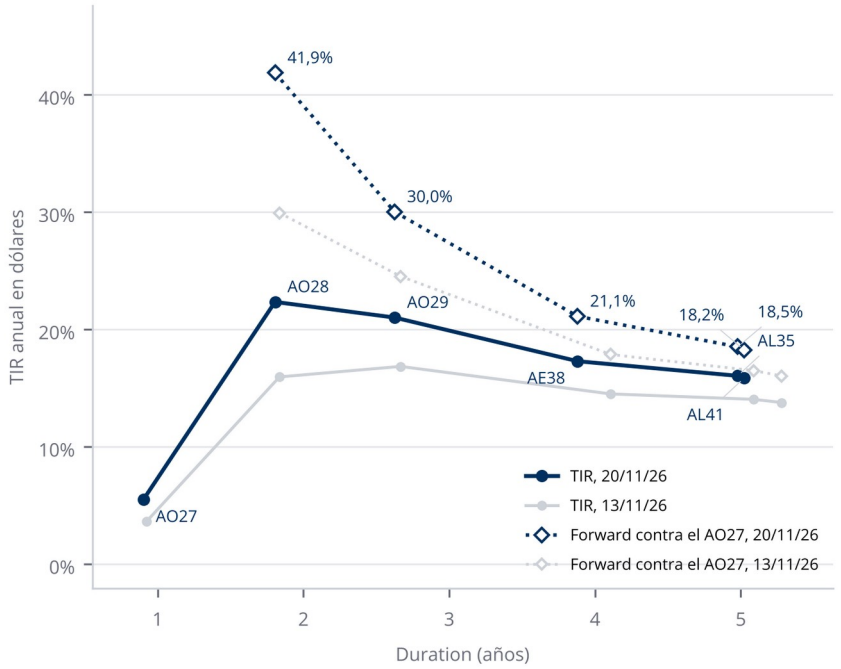
El AO27 vence antes del cambio de gobierno y rinde 5,48%. Lo que el mercado exige por el tramo que empieza ahí es mucho más alto: la tasa forward contra el AO27 va de 41,9% hasta el AO28 a 18,2% hasta el AL41. Una curva forward que baja con el plazo dice que el riesgo se concentra en los años inmediatamente posteriores a 2027.

Tabla 10. Matriz de TIR forward, ley argentina

Ticker	Duration	TIR	AO28	AO29	AE38	AL35	AL41
AO27	0,90	5,48%	41,9%	30,0%	21,1%	18,5%	18,2%
AO28	1,81	22,33%		18,1%	13,1%	12,6%	12,3%
AO29	2,63	21,00%			9,9%	10,7%	10,4%
AE38	3,88	17,28%				11,7%	11,1%
AL35	4,98	16,03%					-4,2%
AL41	5,02	15,84%					

TIR forward entre la duration del bono de la fila y la del de la columna. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia.

Gráfico 10. Curva y forward contra el AO27



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Tramo corto: AO28 y AO29 frente a 2027

El AO28 y el AO29 vencen el 31 de octubre de 2028 y el 31 de octubre de 2029, en los dos años que siguen al cambio de gobierno del 10 de diciembre de 2027. Medimos su retorno hasta el 21 de noviembre de 2027 con dos escenarios: en el de continuidad pasan a rendir 6%, igual a su cupón, y en el opositor cotizan al 50% de su valor técnico. El AO28 subiría 37,2% y caería 27,6%: gana 1,35 por cada punto que arriesga. El AO29 sube 50,4% o cae 20,8% y gana 2,42. El problema es el techo de precio: a menos de un año de su vencimiento, aun con la continuidad confirmada, el AO28 no puede cotizar mucho por encima de la par (llegaría a 100,5), mientras que en el escenario opositor pierde todo el recorrido hasta 50.

Visto al revés, el AO28 ofrece 2 a 1 si el escenario opositor lo deja en una paridad de al menos 57%, es decir, con una quita de a lo sumo 43%; el AO29, con una paridad de al menos 47%. El escenario opositor que suponemos es de 50%. Quedarse en el AO28 equivale a apostar a que un cambio de gobierno lo pagaría con una quita chica, y el antecedente no acompaña: las Letras del Tesoro en dólares, la deuda más corta de ley local, primero vieron postergados sus pagos y en 2020 terminaron reestructuradas en el canje de la deuda de ley argentina, igual que los Bonares 2020 y 2024. En el AO29, en cambio, lo que se puede ganar alcanza para tomar ese riesgo: gana 2,42 por punto arriesgado. Recomendamos mantener y comprar el AO29 y vender el AO28.

Tabla 11. Escenarios de 2027 en el tramo corto de ley argentina

Bono	Vencimiento	Precio hoy	Cupones hasta nov-27	TIR en continuidad	Precio en continuidad	Precio en oposición	Suba	Caída	Ganancia por punto arriesgado	Probabilidad implícita	Paridad para 2 a 1
AO28	31/10/28	77,60	5,97	6,00%	100,51	50,20	+37,2%	-27,6%	1,35	49,4%	57%
AO29	31/10/29	70,90	5,97	6,00%	100,65	50,20	+50,4%	-20,8%	2,42	35,4%	47%

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta. Precios sucios por cada 100 de valor nominal original, valuados al 21/11/27. Continuidad: TIR de 6%, igual a su cupón. Oposición: 50% del valor técnico. Paridad para 2 a 1: la del escenario opositor con la que lo que se gana es 2 veces lo que se arriesga.

Tabla 12. Ganancia por punto arriesgado del AO28 según los supuestos

TIR en continuidad	Oposición: paridad 40%	Oposición: paridad 50%	Oposición: paridad 60%	Oposición: paridad 70%	Oposición: paridad 75%
5%	0,95	1,39	2,61	Más de 10	Sin pérdida
6%	0,92	1,35	2,53	Más de 10	Sin pérdida
7%	0,89	1,31	2,46	Más de 10	Sin pérdida
8%	0,86	1,27	2,38	Más de 10	Sin pérdida

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia. Valuación al 21/11/27. Verde: al menos 2 a 1; rojo: menos de 1 a 1. Sin pérdida: el precio del escenario opositor más los cupones supera al de hoy.

Tabla 13. Ganancia por punto arriesgado del AO29 según los supuestos

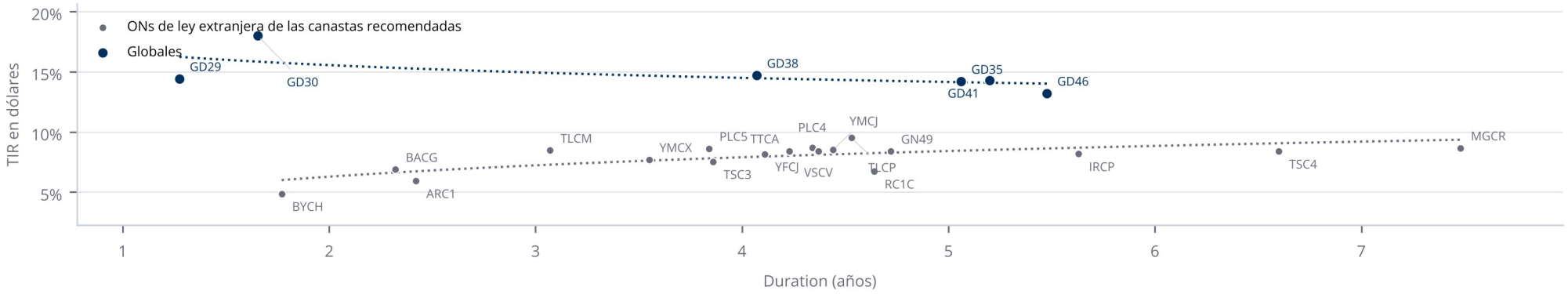
TIR en continuidad	Oposición: paridad 40%	Oposición: paridad 50%	Oposición: paridad 60%	Oposición: paridad 70%	Oposición: paridad 75%
5%	1,51	2,54	7,99	Sin pérdida	Sin pérdida
6%	1,44	2,42	7,61	Sin pérdida	Sin pérdida
7%	1,37	2,31	7,25	Sin pérdida	Sin pérdida
8%	1,31	2,19	6,89	Sin pérdida	Sin pérdida

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia. Valuación al 21/11/27. Verde: al menos 2 a 1; rojo: menos de 1 a 1. Sin pérdida: el precio del escenario opositor más los cupones supera al de hoy.

Globales frente a ONs

Las ONs de ley extranjera de nuestras canastas rinden entre 4,9% y 9,5%. A igual duration, los Globales pagan entre 458 pb y 676 pb más que esa curva. Ese diferencial es la prima por el riesgo electoral del soberano: las empresas de las canastas generan dólares propios y no dependen de la refinanciación del Tesoro en 2027.

Gráfico 11. Globales y ONs de ley extranjera: TIR y duration



ONs de ley extranjera que integran las canastas del informe de ONs recomendadas, especie D. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Tabla 14. Globales contra la curva de ONs de ley extranjera

Global	TIR	Duration	Curva de ONs a igual duration	Diferencia	ONs de duration similar (TIR)
GD29	14,41%	1,27	-	-	BYCH (4,9%)
GD30	17,99%	1,65	-	-	BYCH (4,9%), BACG (6,9%), ARC1 (5,9%)
GD35	14,19%	5,06	8,44%	575 pb	GN49 (8,4%), RC1C (6,7%), TLCP (9,5%)
GD38	14,69%	4,07	7,93%	676 pb	YFCJ (8,2%), TTCA (8,4%), TSC3 (7,5%)
GD41	14,27%	5,20	8,50%	577 pb	IRCP (8,2%), GN49 (8,4%), RC1C (6,7%)
GD46	13,20%	5,48	8,62%	458 pb	IRCP (8,2%), GN49 (8,4%), RC1C (6,7%)

Curva: ajuste logarítmico de las ONs de ley extranjera de las canastas recomendadas, sin extrapolar fuera de su rango de duration. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia.

Tabla 15. Emisores de las ONs del gráfico

Ticker	Emisor	Ticker	Emisor	Ticker	Emisor	Ticker	Emisor
ARC1	Aeropuertos Argentina	MGCR	Pampa Energía	TLCP	Telecom Argentina	YFCJ	YPF Luz
BACG	Banco Macro	PLC4	Pluspetrol	TSC3	TGS	YMCJ	YPF
BYCH	Banco Galicia	PLC5	Pluspetrol	TSC4	TGS	YMCX	YPF
GN49	Genneia	RC1C	Arcor	TTCA	Tecpetrol		
IRCP	IRSA	TLCM	Telecom Argentina	VSCV	Vista Energy Argentina		

ONs de ley extranjera de las canastas del informe de ONs recomendadas. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia.

Globales frente a EMHY y XCCC

El EMHY, que reúne deuda de alto rendimiento de países emergentes, rinde 8,54% con 4,6 años de duration; los Globales largos pagan entre 565 pb y 615 pb más con una duration mayor. El XCCC, de bonos corporativos de EE.UU. con calificación CCC, rinde 16,89% con 2,5 años: los Globales cotizan bastante más cerca del primero que del segundo. En lo que va del año, el GD35 rindió -12,8% en dólares, contra -1,8% del EMHY y -10,1% del XCCC.

Tabla 16. Globales largos contra fondos de high yield

Instrumento	Rendimiento	Duration	Diferencia contra EMHY	Diferencia contra XCCC	Retorno total desde enero
GD35	14,19%	5,06	565 pb	-270 pb	-12,8%
GD38	14,69%	4,07	615 pb	-220 pb	-10,6%
GD41	14,27%	5,20	573 pb	-262 pb	-13,5%
EMHY	8,54%	4,59			-1,8%
XCCC	16,89%	2,49			-10,1%

Rendimiento de los fondos según cada administradora: EMHY, rendimiento promedio al vencimiento (iShares); XCCC, rendimiento al peor caso (BondBloxx). Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta, iShares, BondBloxx y Yahoo Finance.

Gráfico 12. Retorno total en dólares desde el 2 de enero de 2026



Globales: precio sucio con los pagos reinvertidos. Fondos: cierre ajustado por dividendos. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta y Yahoo Finance.

Globales frente a bonos CER

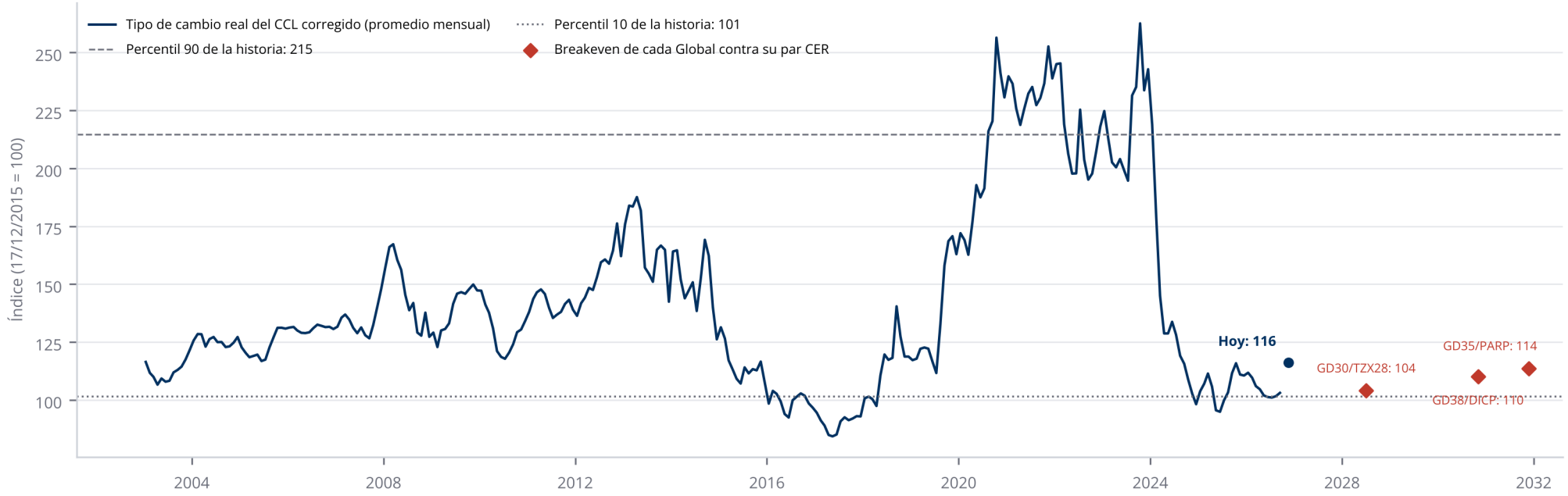
Para un inversor en pesos, comprar un Global con pesos rinde lo mismo que un bono CER de duration parecida aunque el tipo de cambio real del CCL baje entre 2,2% y 10,5% durante la vida de cada Global. Medido con el tipo de cambio real del CCL corregido por términos del intercambio, que hoy está en 116 (percentil 25 de su historia desde 2003), los breakevens quedan entre 104 y 114, entre los percentiles 14 y 24; el percentil 10 de esa historia es 101 y el 90, 215. Si el tipo de cambio real del CCL termina por encima del breakeven de cada par, el Global le gana al CER; si termina por debajo, el CER es la mejor opción para el que mide su resultado en pesos.

Tabla 17. Globales contra bonos CER: tipo de cambio real del CCL que iguala ambas inversiones

Global / CER	Duration Global	Duration CER	Liquidez del CER	TIR del Global al CCL	TIR real del CER	Inflación EE.UU.	Tipo de cambio real CCL: suba que iguala	Breakeven corregido (índice)	Percentil de la historia
GD30 / TZX28	1,61	1,60	Alta	22,37%	11,63%	2,3%	-10,5%	104,0	14
GD38 / DICP	3,94	2,86	Media	16,41%	12,40%	2,1%	-5,3%	110,1	19
GD35 / PARP	5,00	6,08	Baja	15,55%	12,65%	2,1%	-2,2%	113,7	24

TIR del Global con su precio en dólares MEP llevado al CCL con el canje del AL30 (6,1%); suba medida a la duration del Global. Inflación de EE.UU. de la Reserva Federal, como referencia de la de los socios comerciales. Percentil sobre la historia mensual desde 2003. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, BCRA, INDEC, Reserva Federal y Docta.

Gráfico 13. Tipo de cambio real del CCL corregido por términos del intercambio: historia y breakeven de los Globales



Índice multilateral del BCRA (ITCRM, 17/12/2015 = 100) por la brecha entre el CCL y el A3500, multiplicado por los términos del intercambio del INDEC (promedio de tres meses) sobre su promedio desde 2003; hacia adelante, términos del intercambio constantes en el último dato. Hoy: índice llevado a la fecha del informe con el A3500 y la diferencia de inflación. CCL hasta noviembre de 2017: acción de Galicia en BYMA contra su ADR. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BCRA, INDEC, BYMA, Yahoo Finance y Docta.

Cómo se armó este informe

- Universo: Bonares (AL29, AL30, AL35, AE38 y AL41), Bonos del Tesoro en dólares de ley argentina (AO27, AO28, AO29 y AN29) y Globales (GD29, GD30, GD35, GD38, GD41 y GD46). Precio de cierre de la especie D (dólar MEP) en plazo 24 horas; el precio en pesos del AL30 se usa sólo para medir el MEP y el CCL.
- Rendimientos: TIR efectiva anual en base 365 sobre el precio sucio, duration de Macaulay y paridad sobre el valor técnico (valor residual más intereses corridos). Cálculo propio, validado contra Docta.
- Escenarios de los Globales al 21 de noviembre de 2027: precio a esa fecha con la TIR de hoy más el cambio indicado, con la TIR de continuidad o con el 50% del valor técnico, más los cupones y amortizaciones cobrados hasta entonces, sin reinvertir.
- Probabilidad implícita: modelo binario. Continuidad: TIR igual al bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años más 300 pb. Opositor: 50% del valor técnico. Ambos al 21 de noviembre de 2027; los flujos hasta esa fecha se descuentan con la tasa del Tesoro a un año. La lectura ponderada promedia GD35, GD38 y GD41 según cuánto se mueve cada precio entre escenarios.
- Tramo corto de ley argentina: AO28 y AO29, valuados al 21 de noviembre de 2027. Continuidad: TIR de 6%, igual a su cupón. Opositor: 50% del valor técnico. Paridad para 2 a 1: la del escenario opositor con la que lo que se gana es 2 veces lo que se arriesga. Una posición por bono: mantener y comprar el que llega a 2 a 1 y vender el que no.
- Bonos con poco volumen: no se usan para las tasas forward ni para los breakevens contra bonos CER, porque su precio no es representativo (liquidez baja con el criterio de nuestro informe de bonos en pesos: en las últimas 10 ruedas, menos del 0,1% del monto de su familia u operado en menos de la mitad de ellas; o sin operaciones en la rueda). Excepción: PARP, el bono CER de mayor volumen de la parte larga de la curva.
- Comparaciones: ONs de las canastas del informe de ONs recomendadas; bonos CER del informe de bonos en pesos, con la inflación de EE.UU. que proyecta la Reserva Federal; fondos EMHY (iShares) y XCCC (BondBloxx). Globales frente a bonos CER: GD30 con TZX28, GD38 con DICP, GD35 con PARP, con la TIR del Global al CCL (precio MEP por el canje del AL30).
- Tramo con amortizaciones: AL29 y AL30, con los escenarios de los Globales; parte del valor que se cobra antes del cambio de mandato: valor presente, con la TIR de cada bono, de los flujos hasta el 10 de diciembre de 2027. Mantener y comprar sólo con una ganancia de al menos 2 veces lo que se arriesga.
- Recomendación: surge de la relación entre la suba y la caída de los Globales 2035, 2038 y 2041 entre los dos escenarios, ponderada como la probabilidad implícita: mantener y comprar cuando lo que se gana es al menos 2 veces lo que se arriesga; vender en el resto de los casos.
- Fuentes: BYMA (precios y montos), Docta (flujos de fondos e historial de rendimientos), Reserva Federal (rendimientos del Tesoro de EE.UU.), BCRA (tipo de cambio oficial y tipo de cambio real), INDEC (términos del intercambio), iShares, BondBloxx y Yahoo Finance (fondos de high yield y CCL anterior a 2018).

AVISO LEGAL

El presente informe ha sido preparado por el equipo de Research & Estrategia de Becerra Bursátil S.A. (ALyC Integral, Registro CNV N° 177) con fines exclusivamente informativos. Su contenido no constituye ni debe interpretarse como una oferta, invitación o recomendación para comprar, vender o mantener ningún valor negociable, instrumento financiero ni activo de ninguna naturaleza.

La información utilizada en la elaboración de este informe ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables y de acceso público. No obstante, Becerra Bursátil S.A. no garantiza la exactitud, integridad, vigencia ni idoneidad de dicha información para propósito alguno. Las opiniones, estimaciones y proyecciones incluidas en este informe corresponden a la fecha de su elaboración y están sujetas a modificación sin previo aviso.

Los rendimientos pasados de cualquier activo o cartera mencionados en este informe no constituyen garantía ni indicación de resultados futuros. Toda inversión en instrumentos financieros conlleva riesgos y puede resultar en la pérdida total o parcial del capital invertido. El inversor debe evaluar, por sí mismo o con asesoramiento profesional adecuado, la conveniencia de cada operación en función de sus objetivos, horizonte temporal, tolerancia al riesgo y situación patrimonial.

Este informe es de distribución exclusiva para clientes y contrapartes de Becerra Bursátil S.A. Queda prohibida su reproducción, redistribución, retransmisión o publicación, total o parcial, sin autorización previa y por escrito de Becerra Bursátil S.A.

BECERRA
BURSÁTIL
ALyC INTEGRAL | REGISTRO CNV Nº 177

RESEARCH & ESTRATEGIA

Gonzalo Decándido
Jefe de Research y Estrategia
gdecandido@bbsa.com.ar

Ignacio Franco
Analista de Research
ifranco@bbsa.com.ar